

**DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO DEGLI AFFARI
XXII CICLO**

RISCHIO E GESTIONE NELLE SOCIETÀ DI CAPITALI

TUTOR
Chiar.mo Prof. Gian Domenico Mosco

DOTTORANDA
Dott. Raffaella Scarabino

INDICE

INTRODUZIONE

✓ **CAPITOLO I: RISCHIO DELL'INVESTIMENTO E DIRITTI DEI SOCI**

- 1) Fenomeno societario e condivisione del rischio
- 2) Le società di capitali tra autonomia privata e imperatività
- 3) L'assemblea dei soci. In particolare il diritto di voto
- 4) Principio di proporzionalità tra rischio e gestione
- 5) Gestione dell'impresa e ruolo dei creditori sociali.

✓ **CAPITOLO II: RISCHIO E GESTIONE NELLA S.P.A.**

- 1) Assegnazione delle azioni
- 2) Categorie speciali di azioni
- 3) Strumenti finanziari partecipativi
- 4) Strumenti di partecipazione all'affare
- 5) Azioni "a rischio differenziato" e conflitti di interesse. La frammentazione dell'interesse sociale e la "crisi" del principio maggioritario
- 6) Rapporto soci / amministratori: nuova connotazione e conseguenze applicative

✓ **CAPITOLO III: RISCHIO E GESTIONE NELLA S.R.L.**

- 1) Particolari diritti dei soci
- 2) Responsabilità dei soci per gli atti di gestione compiuti o autorizzati
- 3) Titoli di debito

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

BIBLIOGRAFIA

La correlazione esistente tra rischio e gestione nell'ambito dell'attività di impresa è di immediata evidenza: la gestione dell'impresa dovrebbe essere strettamente connessa alla sopportazione del rischio imprenditoriale, essendo l'identità tra titolare del potere economico e titolare del potere di gestione funzionale ad una oculata conduzione dell'impresa e ad un adeguato fronteggiamento del rischio nelle sue molteplici manifestazioni.

Tale identità è tradizionalmente garantita anche nell'esercizio collettivo dell'impresa.

Nelle società di capitali, in accordo con la concezione che individua nell'organizzazione "per uffici" un efficace strumento di tutela dei terzi, il legislatore ha però ritenuto di dover precludere l'applicazione dell'art. 2086 c.c. e la gestione diretta della società da parte di coloro che apportano il capitale di rischio. L'organizzazione corporativa normativamente imposta, la quale prevede una rigida ripartizione di competenze tra organi diversi, ha persino indotto la dottrina a parlare a tal proposito della mancanza di un effettivo esercizio in comune dell'attività economica – richiesto dall'art. 2247 c.c. – da parte dei soci. Ai soci tuttavia, in qualità di *residual claimants*, è attribuito il potere di completare il contratto sociale attraverso il voto in assemblea.

Sulla natura del voto, qualificato talvolta come potere, talaltra come potere-dovere o come diritto, la dottrina si è lungamente soffermata. Al di là di tali classificazioni il voto è intuitivamente funzionale alla formazione della volontà della società e conseguentemente al corretto funzionamento dell'organizzazione collettiva. Si tratta quindi di una posizione giuridica soggettiva che trascende in un certo qual modo l'interesse individuale del socio assumendo una valenza più ampia. Il diritto di voto però, seppur connesso agli interessi di carattere generale cui si è fatto riferimento, resta, in ultima analisi, strumentale alla realizzazione delle pretese patrimoniali dei soci che rappresentano il fine ultimo per cui l'iniziativa economica collettiva viene intrapresa.

Con specifico riferimento alle s.p.a. il codice del 1865 attribuiva allo statuto la possibilità di individuare le modalità di esercizio del diritto di voto e i quorum deliberativi, mentre il codice del 1882 prevedeva il voto scalare, salva diversa previsione statutaria. È solo con il codice del 1942 che venne codificata la regola

“un’azione – un voto” espressione di un generale principio di proporzionalità tra rischio assunto e potere di ingerirsi nell’affare sociale, presidiato dalla proporzionalità tra conferimento e azioni assegnate. In ogni caso era accordata la possibilità di creare categorie di azioni con voto limitato alla sola assemblea straordinaria e le s.p.a. con azioni quotate potevano persino emettere azioni prive del diritto di voto. In entrambi i casi però il sacrificio sul versante dei diritti amministrativi doveva essere necessariamente compensato da un privilegio di natura patrimoniale. In altre parole era opinione condivisa che fosse necessario un “riequilibrio causale” in virtù del quale i diritti amministrativi potevano essere validamente compressi solo a fronte di una monetizzazione del sacrificio. Si riteneva quindi che solo una riduzione del rischio attuata mediante il riconoscimento di un privilegio di natura patrimoniale potesse legittimare una riduzione dei poteri di *voice* riconosciuti ai soci. A ben vedere però il privilegio patrimoniale non doveva essere necessariamente accompagnato da una limitazione dei diritti amministrativi e, nello specifico, del diritto di voto, in quanto la limitazione del voto era caratteristica meramente eventuale delle azioni privilegiate, non essendo imposta da alcuna norma. Ben poteva quindi prospettarsi la creazione di azioni a rischio ridotto e a voto pieno: tale situazione era comunque idonea a determinare un “pluspotere” rispetto al rischio assunto.

Quanto invece alla s.r.l. l’art. 2485 c.c. testualmente disponeva “ogni socio ha diritto ad almeno un voto nell’assemblea. Se la quota è multipla di un euro, allora il socio ha diritto ad un voto per ogni euro”. La perentorietà di tale norma, che non contemplava la salvezza di una diversa previsione statutaria, e il mancato richiamo dell’art. 2351 c.c. avevano indotto la dottrina ad escludere che nella s.r.l. – al contrario di quanto poteva accadere nella s.p.a. in virtù del 2° comma dell’art 2351 c.c. – fossero ammesse limitazioni del diritto di voto. Sul versante dei diritti patrimoniali era prevista la possibilità di creare quote privilegiate in quanto ai sensi dell’art. 2475 comma 1° n. 6 doveva essere l’atto costitutivo ad indicare le norme secondo le quali gli utili andavano ripartiti. Tuttavia, alla luce dell’inderogabilità della disciplina relativa all’attribuzione del diritto di voto, era precluso ogni riequilibrio tra riduzione del rischio – attuata mediante la concessione del privilegio patrimoniale – e potere di ingerirsi nella gestione sociale attraverso il voto.

Nel modello tradizionale nessun diritto di voto era poi attribuito ai creditori della società, proprio alla luce del fatto che questi ultimi non subiscono – o meglio non dovrebbero subire – il rischio di impresa. È ben noto però che le scelte dei soci sono dettate da ragioni egoistiche che nell’ambito di una società di capitali, proprio alla luce della limitazione della loro responsabilità a quanto conferito, possono generare atteggiamenti di *shareholders opportunism* che potrebbero essere in qualche misura arginati attribuendo diritti di *voice* ad efficacia reale al ceto creditorio.

Il quadro normativo di riferimento è, come noto, sensibilmente mutato a seguito della riforma che nel 2003 ha interessato le società di capitali.

L’assegnazione non proporzionale delle azioni e delle quote, l’accentuata atipicità delle categorie azionarie, gli strumenti finanziari partecipativi, i particolari diritti attribuibili ai soci di s.r.l. hanno inevitabilmente introdotto nel sistema elementi idonei ad alterare la proporzionalità tra rischio e gestione, rimasta pur sempre regola di *default* da applicarsi in mancanza di diversa previsione statutaria.

Ed infatti l’assegnazione delle azioni e delle quote non proporzionale al conferimento consente ai soci di graduare il loro “peso” all’interno della società indipendentemente dall’impegno economico assunto da ciascuno, fino ad arrivare all’ipotesi limite di dissociare la titolarità della partecipazione sociale dall’obbligo del conferimento, ovviamente a patto che l’effettività del capitale sociale non ne risulti menomata. Evidentemente la nuova disciplina presuppone che per i terzi l’unico elemento rilevante – come tale da salvaguardare – sia l’effettività del capitale, non assumendo invece rilievo così significativo il momento organizzativo. In altre parole, nell’ottica del legislatore, la diretta connessione tra risorse investite nella società e potere in essa detenuto non assurge a rango di principio fondamentale da salvaguardare per il tramite dell’inderogabilità. La proporzionalità tra rischio e gestione – che, come osservato, già nel regime pre-vigente non riusciva ad imporsi in maniera compiuta – perde anche quel carattere di inderogabilità di cui godeva, quantomeno da un punto di vista “quantitativo”, nel momento “genetico” della partecipazione sociale.

La riforma del 2003 ha inoltre fortemente inciso sulla struttura finanziaria della s.p.a., ampliandone notevolmente i canali di finanziamento, anche attraverso la

rimozione di alcuni limiti al principio di atipicità nella creazione di categorie azionarie.

Dall'articolata disciplina in materia di diritto di voto emerge che nessuna correlazione necessaria – vale a dire normativamente imposta in presenza di scelte statutarie devianti dalla regola di *default* – deve permanere tra rischio dell'investimento e potere esercitabile nell'ambito della società, neppure nella limitata accezione di bilanciamento tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi.

Ulteriore dato ricavabile è che il diritto di voto non costituisce più elemento costante della partecipazione azionaria, comprimibile solo in via eccezionale e a fronte di un elemento compensativo di natura patrimoniale. Pertanto, essendo venuta meno anche l'essenzialità – almeno sostanziale – del conferimento, ciò che sembra caratterizzare la partecipazione azionaria da un punto di vista tipologico è esclusivamente la funzione di responsabilità del capitale che è comune a tutti i titoli azionari e li differenzia dalle altre tipologie di titoli che la società può emettere. In assenza di ulteriori tratti comuni caratterizzanti, partecipazione azionaria diventa quindi sinonimo di imputazione al singolo, attraverso le regole del capitale, dei risultati dell'attività la quale può dirsi comune entro questi ristretti limiti. Ulteriore corollario di tale rinnovato scenario è che, operando il divieto di patto leonino indistintamente per tutti i soci e quindi anche per i titolari di azioni senza voto, probabilmente la sua *ratio* non va più ricercata nell'esigenza di evitare distorsioni nella gestione, ma esclusivamente nella necessità di preservare la causa del contratto di società e conseguentemente la condivisione del rischio. Ne deriva che un'applicazione indifferenziata del divieto – che non tenga conto delle eventuali limitazioni del diritto di voto – potrebbe risultare inadeguata e persino in controtendenza rispetto alla funzione del divieto stesso.

Portata dirompente ha poi avuto l'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi che ha segnato il superamento della necessaria equazione esistente tra la qualità di socio e possibilità di contribuire alla formazione della volontà sociale. I possessori di strumenti finanziari hanno infatti la facoltà di intervenire, in maniera più o meno incisiva, nei processi decisionali della società pur non essendo soci e non essendo necessariamente apportatori di capitale di rischio. Il diritto di voto quindi non solo non può più essere ritenuto elemento qualificante la partecipazione azionaria – essendo configurabili azioni senza voto anche al di fuori della categoria

delle azioni di risparmio – ma non può più nemmeno essere considerato baluardo esclusivo dei soci, potendo essere attribuito, seppur nei limiti previsti dal combinato disposto degli artt. 2346 6° comma c.c. e 2351 5° comma c.c., ai titolari di strumenti finanziari partecipativi, i quali possono persino avere poteri di *voice* più incisivi rispetto ai titolari di azioni a voto limitato o escluso. E se l'attribuzione del voto ai titolari di strumenti finanziari con causa di rischio può comunque ritenersi coerente con l'impostazione “classica” che richiede una correlazione tra rischio e gestione, lo stesso non può dirsi per l'attribuzione del diritto di voto – e più in generale di diritti amministrativi – ai titolari di strumenti finanziari con causa di debito, eventualità questa che nessun dato letterale consente di escludere.

L'emissione da parte della medesima società di azioni a rischio differenziato – portatrici di interessi diversificati e molto spesso confliggenti, i quali si riverberano sull'unitarietà dell'interesse sociale determinandone un'inevitabile frammentazione – è peraltro idonea ad incrinare la vincolatività delle delibere assembleari per tutti i soci e lo stesso principio maggioritario.

L'emersione di tali profili problematici è maggiormente evidente nei casi in cui determinate categorie azionarie siano prive del diritto di voto e, non potendo in alcun modo concorrere alla formazione della volontà sociale attraverso il metodo assembleare, debbano esclusivamente limitarsi a subirla.

Sotto altro profilo è opportuno interrogarsi sull'idoneità dei rimedi di natura demolitoria a tutelare il privilegio patrimoniale in tutte le sue manifestazioni, potendo quest'ultimo trovare emersione persino sotto forma di pretesa assimilabile ad una sorta di diritto soggettivo alla percezione del dividendo.

Al venir meno dell'omogeneità degli interessi dei soci e alla conseguente frammentazione dell'interesse sociale corrisponderà una crescente “procedimentalizzazione” dell'attività sociale, a causa dell'imposizione di un meccanismo deliberativo a formazione progressiva che richiederà il sistematico coinvolgimento delle assemblee speciali.

A fronte del moltiplicarsi dei “conflitti orizzontali” tra soci, accentuati dalla possibilità di attribuire a non soci poteri di *voice*, sembra pertanto quanto mai opportuna l'individuazione di “soluzioni organizzative” adeguate alle mutate esigenze. Al riguardo, pur in assenza di un'imposizione normativa in tal senso, nel caso di azioni privilegiate – e ancor di più nelle ipotesi specifiche di azioni correlate,

postergate o riscattabili – potrebbe rivelarsi utile il recupero in via statutaria della correlazione tra contenuto patrimoniale e diritti amministrativi dell'azione per evitare che – in un'ottica di lungo periodo – scelte egoistiche “di categoria” pregiudichino l'attività sociale nel suo complesso.

L'evidenziata frammentazione dell'interesse sociale e le connesse problematiche che caratterizzano le relazioni tra i soci sono inevitabilmente destinate ad avere ripercussioni sulle dinamiche interne all'organo amministrativo.

Un primo ordine di problemi di *corporate governance* attiene all'individuazione dei doveri di comportamento degli amministratori idonei a garantire un'efficiente gestione sociale in presenza di una struttura finanziaria complessa.

Altro profilo critico riguarda la composizione stessa dell'organo amministrativo. Il problema concretamente si pone con riferimento alla possibilità che in consiglio di amministrazione siedano soggetti espressione di talune categorie di azioni nonché dei titolari di strumenti finanziari. Quanto alle categorie speciali di azioni a seguito dell'entrata in vigore del D.Lgs. 6/2003, non sono mancate opinioni favorevoli alla configurabilità di un potere di nomina diretta da parte dei titolari di azioni speciali alla luce del fatto che in quest'ambito il principio di atipicità trova ormai generalizzata applicazione e desumendo altresì dall'attribuibilità della nomina diretta ai titolari di strumenti finanziari partecipativi “una significativa argomentazione *a fortiori* in favore dell'attribuzione di analoghi diritti anche in capo a categorie azionarie”. Non sembra però potersi generalizzare la riserva di nomina extra assembleare senza incorrere in conseguenze di impatto non sempre positivo per la gestione della società.

Con riferimento ai titolari di strumenti finanziari invece è la stessa lettera della legge a consentire la nomina diretta di un amministratore “indipendente”. La nozione di indipendenza tradizionalmente intesa appare inadeguata a caratterizzare l'amministratore così nominato. Si ha piuttosto la sensazione che l'indipendenza sia riferibile al capitale azionario e che essa abbia la funzione di sottolineare la riconducibilità dell'amministratore in questione ai titolari di strumenti finanziari, ai quali sarebbe quindi legato dal tradizionale rapporto che caratterizza la relazione *agent/principal*.

Dato certo è che per questa via si apre la strada alla rappresentazione in consiglio di istanze provenienti da soggetti titolari di posizioni giuridiche differenti – e magari contrapposte – rispetto a quelle di cui sono titolari i soci di controllo. Se la provenienza diversificata dei componenti dell'organo di controllo non sembra sollevare particolari problematiche, lo stesso non può dirsi per l'organo amministrativo. Tali considerazioni risultano ulteriormente rafforzate dalla circostanza che nell'ipotesi in commento le istanze rappresentate all'interno dell'organo amministrativo sono riconducibili a soggetti “non soci” che potrebbero anche essere titolari di strumenti finanziari di debito.

Nella moderna articolazione dell'organo amministrativo sembra però esserci spazio per una crescente differenziazione di funzioni tra i suoi componenti. Pertanto – soprattutto in virtù del fatto che il *board* assume sempre più un ruolo di “supervisore” dell'operato degli esecutivi – anche amministratori non riconducibili al capitale di comando potrebbero trovare in consiglio un'ideale collocazione.

Quanto alla s.r.l. una significativa deviazione dal principio di proporzionalità si riscontra nella possibilità per gli statuti di attribuire a singoli soci particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili, del tutto disancorati dalle risorse investite in società.

I diritti amministrativi particolari, nel rispetto delle norme inderogabili del tipo, potranno avere il contenuto più vario: dal diritto ad essere nominati amministratori al diritto a nominare uno o più amministratori incluse ovviamente “interferenze” gestorie meno incisive come la possibilità di autorizzare determinate operazioni o, viceversa, di opporsi al loro compimento. Nella maggior parte dei casi si tratterà comunque di situazioni soggettive funzionali all'esercizio dell'attività comune, talvolta indispensabili nella sequenza procedimentale relativa alla formazione della volontà sociale, le quali più che a diritti soggettivi in senso proprio sembrano assimilabili a delle vere e proprie “posizioni organizzative” che vanno ad inserirsi nella *governance* societaria divenendone elemento essenziale. Controversa in dottrina è poi la possibilità di attribuire ad uno o più soci, attraverso il meccanismo dei diritti particolari, un diritto di voto più che proporzionale rispetto alla partecipazione detenuta. Al riguardo si è osservato che l'art. 2479 5° comma c.c. sembrerebbe perentorio nell'attribuire a ciascun socio il diritto di voto “*in misura proporzionale alla sua partecipazione*”, senza fare salva un'eventuale

diversa previsione statutaria. Non si può tuttavia evitare di rilevare che, pur volendo riconoscere portata inderogabile al principio della proporzionalità del voto rispetto alla partecipazione detenuta, il voto in sé considerato risulta fortemente “ridimensionato” dalla possibilità di attribuire al socio *uti singulus* prerogative talmente ampie che finiscono per svalutare il momento deliberativo comune. Peraltro l’assegnazione delle quote in misura non proporzionale al conferimento consente ai soci di determinare il loro ruolo all’interno della società – e conseguentemente anche il “peso” del loro voto – senza tener conto dell’impegno economico assunto da ciascuno, fino ad arrivare all’ipotesi limite di dissociare la titolarità della quota dall’obbligo del conferimento. Ed è proprio sulla scia di tali considerazioni che parte della dottrina ammette anche la derogabilità del voto proporzionale. Tuttavia, pur aderendo all’impostazione più rigorosa, la quale sembra da preferire quantomeno con riferimento all’impossibilità di attribuire al singolo socio la competenza decisionale in ordine alle materie “riservate” di cui agli artt. 2479 2° comma c.c. e 2475 5° comma c.c., è indubbio che le prerogative attribuibili ai soci per il tramite dei diritti particolari sono decisamente ampie e possono portare al riconoscimento in capo ad uno o più soci di una posizione di assoluta centralità nella gestione della società indipendentemente dall’entità delle risorse investite e, conseguentemente, dal rischio assunto.

Quanto alla possibilità di “recuperare” il principio di proporzionalità tra rischio e gestione, quantomeno nella sua accezione “debole” di necessario bilanciamento tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi, si potrebbe far leva sull’interpretazione letterale dell’art. 2468 3° comma c.c., il quale, nel prevedere l’attribuibilità a singoli soci di particolari diritti riguardanti l’amministrazione della società o la distribuzione degli utili, utilizza appunto la congiunzione disgiuntiva “o”. Ne deriverebbe l’impossibilità di attribuire al medesimo socio sia diritti inerenti l’amministrazione sia diritti patrimoniali differenziati, in tal modo evitando il riconoscimento di una posizione di pluspotere in capo ad un socio titolare di una quota “privilegiata”. Svalutando invece il dato letterale si dovrebbe ritenere che è possibile attribuire un diritto particolare riguardante l’amministrazione – magari il diritto stesso di essere nominato amministratore – pur in presenza di un privilegio patrimoniale che determina una riduzione del rischio assunto rispetto agli altri soci.

In attuazione dell'art 3 2° comma lettera g) della Legge 366/2001, il D.Lgs 6/2003 ha inoltre introdotto la possibilità per le s.r.l. di emettere titoli di debito. Nonostante la non univocità della terminologia impiegata, da un punto di vista tipologico, sembra si tratti di titoli simili alle obbligazioni che potranno circolare attraverso la tecnica cartolare. Tuttavia la configurabilità, soprattutto in termini di compatibilità col tipo societario di riferimento, di titoli di debito dotati di diritti amministrativi analogamente a quanto sembra oggi possibile per le s.p.a. deve ritenersi esclusa. Ed infatti non appare legittima l'attribuzione di diritti amministrativi ad efficacia reale a non soci in assenza di una norma che espressamente contempra tale possibilità. I soci rimangono comunque titolari del potere di "indirizzare" l'attività sociale attraverso l'esercizio dei diritti di *voice* ad essi tipicamente riservati: l'attribuibilità di posizioni organizzative in capo a terzi deve essere legittimata da un'espressa previsione normativa in tal senso. E se una siffatta previsione normativa in materia di s.p.a. sembra potersi rinvenire nelle disposizioni relative agli strumenti finanziari, la disciplina della s.r.l. ne è priva.

In virtù delle considerazioni che precedono può conclusivamente affermarsi che la proporzionalità tra rischio e gestione nelle società di capitali – che, come si è avuto modo di verificare, già prima della riforma non riusciva ad imporsi in maniera compiuta – risulta oggi ulteriormente e irrimediabilmente compromessa, avendo perso la sua centralità già nel momento "genetico" della partecipazione sociale grazie al meccanismo dell'assegnazione non proporzionale delle azioni e delle quote ed essendo stata definitivamente messa all'angolo dall'accentuata atipicità in materia di categorie azionarie, dalla possibilità di emettere strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi e dall'estrema modulabilità della fisionomia delle quote di s.r.l.

Tuttavia il constatato declino della proporzionalità tra rischio e gestione – la cui effettività dipenderà dal concreto impiego che nella prassi si farà delle fattispecie di nuova creazione e dalle interazioni che esse avranno con altri istituti di diritto societario e non incidenti sull'allocazione del rischio – non può certo essere indolore, rischiando di condurre, nelle ipotesi più estreme, a scelte per certi versi irrazionali le cui conseguenze degenerative sono destinate ad amplificarsi nelle situazioni di maggiore deresponsabilizzazione che si riscontrano nelle strutture societarie di tipo piramidale o unipersonale.

È per queste ragioni che la reale portata tecnico-sistematica delle nuove disposizioni normative inerenti la struttura finanziaria di s.p.a. e s.r.l. si può cogliere esclusivamente tenendo conto che esse – innestandosi in uno scenario estremamente complesso e articolato che ha evidenziato la diluizione dei rischi fino al loro progressivo dissolvimento – sono potenzialmente idonee a generare una deviazione dal modello tradizionale ben più ampia di quanto apparentemente percepibile.